الأزمة المالية الحالية

وشاح رزاق

API/WPS/0903

عنوان المراسلة:

د . وشــاح رزاق، المعهــد العــربي للتخطيط، ص.ب 5834 الصفـــــاة 13059 الكويـــت،

تليفون: 24843130(965) ، فاكس: 24842935(965)، البريد الالكتروني : weshah@api.org.kw

الأزمة المالية الحالية

وشاح رزاق

ملخص

تناقش هذه الورقة وجهات نظر طليعة الاقتصاديين الأمريكيين حول أسباب الأزمة المالية الحالية والسياسات التي تتبعها الحكومة الأمريكية. وتبدأ بمقارنة تاريخية قصيرة بين الأزمة الحالية والركود العظيم (1929). هناك أدلة ميدانية كثيرة تؤيد وجود تشابه نوعي وليس كمي. كارتفاع نسبة الدين العام نسبة إلى الناتج القومي؛ ارتفاع العجز في الميزان الجاري نسبة إلى الناتج القومي؛ انخفاض أسعار العقار وسوق الأسهم؛ انخفاض الناتج القومي الإجمالي وزيادة في المخاطر والغموض وعدم القدرة على اتخاذ قرارات وانعدام الثقة بشكل عام بالنظام الائتماني والقطاع التمويلي. إن الأزمة لم تنته بعد . يبدو أن الأزمة كانت قد بدأت في سوق الرهن العقاري وانتشرت إلى بقية القطاعات الاقتصادية عن طريق توقف نظام الائتمان وانتقلت إلى بقية دول العالم عن طريق العولمة والمؤسسات المالية المرتبطة وأسواق رؤوس الأموال الحرة.خلافاً لما يعتقده البعض بأن الأزمة المالية كان سببها رفع القيود (Deregulation) فإن هناك أدلة ميدانية موثوق بها تؤكد أن سبب الأزمة هو تدخل الحكومة الأمريكية المباشر في سوق العقار. ورغم أن هدف الحكومة الأمريكية في توفير سكن للفقراء والمعوزين يعتبر هدفاً سامياً فإن تدخل الحكومة في إجراءات الإقراض للبنوك الخاصة يعتبر مشكلة كبيرة (Liebowitz, 2008) . أما السبب الآخر للأزمة المالية فقد يكون خطأً في السياسة النقدية (John B. Taylor, 2008). وقد أوضح بأن السياسة النقدية قبيل الأزمة كانت توسعية للغاية مما أدى إلى تدفق أموال كبيرة إلى سوق العقار. في الحقيقة إن السببين أعلاه قادران على خلق فقاعة كبيرة. ويقول (Bernanke, 2009) بأن أهداف السياسة النقدية الأمريكية ليست مقصورة فقط على توفير السيولة النقدية الكافية لمدة طويلة من الزمن والتأثير على التوقعات طويلة الأمد ولكنها أيضاً تسعى إلى إعادة بناء النظام الائتماني. لقد أصبح واضحاً أن هناك سياسات نقدية ومالية تسعى للإنقاذ الاقتصادي. ورغم وضوح السياسة النقدية إلاّ أن هناك غموضاً حول فعالية السياسة المالية لأنها ستؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة، التي تؤثر سلباً على الاستثمارات الخاصة؛ زيادة الدين العام للأجيال القادمة؛ رفع الأسعار؛ وربما التأخر في التأثير على الاقتصاد. إن الظروف الحالية إستثنائية للغاية وتحتاج إلى أفكار وسياسات جديدة. ربما أن النظرية الاقتصادية وحدها غير كافية لتفسير الاقتصاد الرأسمالي. وقد يكون الوقت مناسباً الآن لكي يقوم الاقتصاديون، علماء السياسة، الاجتماع، علم النفس والإدارة بصياغة نظرية اجتماعية عامة لتفسير الاقتصاد الرأسمالي. لحين ذاك الوقت يجب أن نتوقع المزيد من هذه الأزمات.

The Current Financial Crisis

Abstract

This paper discusses current views of leading American economists about the reasons of the current financial crisis and the policies of the US government is implementing to deal with it. It begins with a short history and a comparison with the Great Depression (1929). There is ample evidence in the data that there are some qualitative rather than quantitative similarities. Public debt to GDP ratio is high, the current account deficit as a percentage of GDP is high, housing prices down, stock market prices plummeted, and GDP growth is down. Risk measured by the difference between the yield on corporate bonds and the 10-year Treasury bond yield is also up. Uncertainty is high and there is a widespread distrust in the credit and financial institutions. The crisis is not yet over. The Crisis which seems to have began in the US subprime market has no spilled into the rest of the economy via a credit crunch, and across the US borders via global financial institutions and free capital mobility. Contrary to wide beliefs that the crisis is a result of widespread deregulations, there is a solid evidence that US government intervention into the housing market directly is the main reason for the crisis. Although the US government goals were noble, intervention in lending practices of private banks by intentionally lowering the lending standards for minorities and low income people is problematic (Liebowitz, 2008). The other culprit could be monetary policy (John B Taylor, 2008). It is shown that monetary policy was exceptionally loose, money growth was very high, which motivated people into demanding more housing. The two views above could have been the reason for the bubble. They are sufficient reasons for a bubble. Bernanke (2009) suggests that monetary policy today consists of a variety of objectives. First is to ease monetary conditions for a sufficiently long period and anchor expectations in that direction. Further, it aims at restoring the banking system. The main monetary and fiscal policy objectives include bailouts of individuals, banks, companies etc. While monetary policy is expansionary I raise doubts about the efficacy of fiscal policy. Fiscal policy will eventually raise interest rate which crowds out private investments; increase debt on future generation; push prices up; and take long time to affect the economy. These are extraordinary circumstances require fresh ideas and new policies. Economic theory might not be able to provide all the understanding of the capitalists economy, which has been in tens of crisis over the past 200 years. Now might be the right time for economists, political scientists, sociologists, psychologists, and business scientists to develop a general social theory rather than a general economic theory to explain the economy. Until then we should expect boom and bust cycles to continue.

1. مقدمـــة

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، وكل ما نسعى إليه دائماً هو التخفيف من وطئها . فقد تعرضت الولايات المتحدة الأمريكية، عبر تاريخها القصير نسبياً إلى أزمات مالية عدة (1844، 1857، 1873، 1890، 1893، 1907، 1929)، وبعد الحرب العالمية الثانية أيضاً، حدثت أزمات مالية، والجميع يتذكر أزمة سوق الأسهم في 1987، كان لها تداعيات دولية أيضا .

وبعد أزمة 1929 كانت ردود الفعل تتمثل دائما بسياسات كينزية (Keynesian Policies) لمعالجة الأزمة عن طريق التدخل الحكومي لنجدة الاقتصاديات المريضة باستخدام سياسات مالية توسعية وأحياناً سياسات نقدية توسعية، ولكن بالرغم من كل ذلك، فقد استمرت الأزمات بالحدوث! وربما أن أحد الأسباب المهمة هو الإصرار على إتباع سياسة مالية يعتقد بأنها توسعية. في حين يفترض حدوث تغيير حقيقي في السياسات عند حدوث الأزمات. وبدلاً من استقاء الحلول من الأفكار المطروحة آنذاك، فإنه يفضل أن تكون الحلول مبنية على أفكار جديدة وسياسات بديلة. إن النظام الائتماني الأمريكي القائم مريض، والآن هو الوقت المناسب لتغيير طريقة عمله وليس ترقيعه وباستخدام سياسات جديدة بدلاً من سياسات استعملت في الماضي ولم تغير شيئاً .

الغرض من هذه الورقة هو استعراض أسباب الأزمة الحالية ثم مناقشة السياسات المقترحة لعلاجها رغم أن الأمر لم ينته بعد والتدهور مستمر ولا أحد يعرف حجم الخسائر القادمة!

يتكون القطاع التمويلي من بنوك وشركات ائتمانية وأسواق للأسهم وشركات للتأمين وأسواق للائتمان والرهن العقاري، هذه كلها تساعد في تكوين رؤوس الأموال، وتجميعها من المدخرين وإقراضها لأغراض اقتصادية متعددة، وتدخل رؤوس الأموال كمتغيرات مباشرة في عملية إنتاج السلع والخدمات المختلفة.

يتخذ الناس قرارات مهمة لتحديد كمية استهلاكهم من السلع والخدمات، وعدد ساعات عملهم، وكمية استثماراتهم ومدخراتهم، بالإضافة إلى قرارات تتعلق بالتوقيت، اليوم أم غدا . وتعتمد هذه القرارات على عوامل مختلفة منها أسعار الفائدة الحالية والمتوقعة، التي تتأثر بشكل كبير بالسياسات النقدية والمالية – ودرجة المخاطرة (Risk) وبالأسعار .ويستطيع الناس إنفاق أكثر من دخولهم عن طريق الاقتراض ولكن العجز عن التسديد في نهاية الأمر يؤدي إلى تعطل النظام التمويلي.

إن الاقتصاد الأمريكي مبني على الاقتراض، فالناس تمول استهلاكها من السلع والخدمات عن طريق الائتمان، وكثير، ربما الأغلبية، تنفق أكثر من دخولها والمستثمر يسعى إلى الاقتراض لتنفيذ مشاريعه. وإذا ما عطل النظام التمويلي فإنه قد يكون بسبب تعطل بعض أجزائه كنظام الائتمان أو البنوك. .الخ وقد تعود الأسباب إما إلى سياسات اقتصادية خاطئة أو إلى سوء في الرقابة والقواعد والضوابط، أو إلى خلل في تسعير الأصول بسبب الغموض، أو بسبب ندرة المعلومات أو صعوبة فهمها، أو لكونها واضحة للبعض وليست كذلك للآخرين، أو ربما بسبب اختلال نظام الحوافز للمقرض والمقترض، وكلها تؤدي بالإفراد والمؤسسات إلى اتخاذ قرارات غير صحيحة إما في الإنفاق أو الادخار أو الاستثمار. .الخ.

يحتاج الاقتصاد السليم إلى بقاء قنوات النظام التمويلي مفتوحة لكي يتم نقل رؤوس الأموال إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة. فالقطاع التمويلي يشبه شبكة شرايين وأوردة جسم الإنسان، حيث يقوم بنقل السيولة اللازمة لكافة الفعاليات والقطاعات الاقتصادية، كما ينقل الدم إلى كافة أعضاء الجسم، وعند انسداد هذه القنوات يصعب نقل السيولة اللازمة من النقد والائتمان إلى بقية أجزاء الاقتصاد فتتعطل هي الأخرى.[1]

في الفقرات القادمة من هذه الورقة سأناقش مجموعة من أراء الخبراء الأمريكان عن أسباب الأزمة، وفي ما إذا كانت هذه الأزمة مشابهه للازمات الأخرى التي مر بها العالم الرأسمالي، ثم بعد ذلك سيتم إلقاء مزيداً من الضوء على السياسات الاقتصادية لمعالجة ألازمة.

(1) يختلف الاقتصاديون بخصوص أهمية دور القطاع التمويلي (البنوك وأسواق التأمين والبنوك الاستثمارية . .الخ) وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، فالاقتصاديون (McKinnon (1973, 1988, 1993 و (1873) Walter Bagehot و(1969) John Hicks يعتقدون بأن القطاع التمويلي قد لعب دوراً هاماً في إشعال فتيل الثورة الصناعية في بريطانيا وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال. في حين يعتقد 1934 Schumpeter صاحب المدرسة النمساوية الاقتصادية وهي مدرسة كلاسيكية بأن أي نظاما مصرفيا فعالا يستطيع خلق التطور التقني من خلال تشخيص المستثمرين وتمويلهم، وأن التطور التقني هو مفتاح النمو الاقتصادي في كل النماذج الاقتصادية. وهناك بعض الأدلة حول تأثير نظام الائتمان على النمو الاقتصادي، حيث أن بعض الدول التي كان لديها قطاع تمويلي كبير في عام 1960 نمت اقتصادياتها خلال الثلاثة عقود اللاحقة بأسرع من الدول التي لم يكن لديها قطاعات تمويلية كبيرة. وهناك أيضا دلائل على أن مضاعفة حجم قطاع الائتمان الخاص يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي في المعدل بحدود 2% في السنة. كذلك فإن الدول النامية التي فتحت أسواقها للاستثمار الأجنبي ارتفع فيها الناتج القومي الإجمالي للفرد بمقدار 2.3% أسرع من مثيلاتها التي أغلقت أسواقها. ولكن السببية غير واضحة ويصعب التأكد منها بطرق الإحصاء المتوفرة لدينا .من جهة أخرى، يرى Joan Robinson (1952) أن النمو الاقتصادي تسبب في نشوء القطاع التمويلي وليس العكس، أما (1995) Robert Lucas فإنه يعتقد بأن الاقتصاديين يبالغون بأهمية دور القطاع التمويلي في التنمية الاقتصادية.

2. ملخص لآراء متعددة لأسباب الأزمة المالية

هناك إجماع على أن الأزمة المالية الحالية قد بدأت في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة [(2)] أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية النظام التمويلي كالعدوى من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة (Derivatives) والتي كان من الصعوبة تسعير درجة المخاطر فيها مما أدى إلى غموض وعدم تأكد (Uncertainty) في اتخاذ القرارات وخسائر قدرت بمليارات الدولارات. بعد سوق الرهن العقاري تداعي النظام الائتماني (Credit Crunch) وسوق الأسهم (Stock Market) واعتقد أن انعدام الثقة بقدرة النظام الائتماني على العمل كان عاملاً مهماً. ويعتقد Reinhart and Rogoff (2008) و Bordo (2008) أن الأزمة الحالية قد سبقتها أحداث مشابهة لما حدث في الأزمات السابقة التي عددناها سابقا. ويقدم Stan Liebowitz (2008) دراسة مستفيضة عما جرى في سوق العقار الأمريكي والسياسات التي أدت إلى حدوث الانهيار في سوق الرهن العقاري.

2.1. الأزمات السابقة – خصوصاً في عام 1929

عزا (Keynes) كينز الركود أو الكساد العظيم الذي بدأ في الولايات المتحدة في عام 1929 في كتابه الشهير النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقود[(3)] لانهيار سوق الأسهم. ومن أشهر ما ورد في تحليله أن الاستثمار عملية غير مستقرة أصلاً (Unstable) تقودها روح حيوانية (Animal Spirit). ويقصد أن المستثمرين عادة ما يتبع بعضهم البعض حباً بالمال بدون معرفة ما يجري حقاً وكأنهم قطيع من الماشية، أي غير عقلانيين أو غير راشدين. ويؤدي هذا النوع من القرارات أو التصرفات إلى زيادة في الطلب على الأصول، وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها باتجاه قد يكون ليس له علاقة بأساسيات السوق (Market Fundamentals)، وهو ما صار يعرف بالفقاعة (Bubble).

تنفجر الفقاعة في نهاية المطاف عند انخفاض الأسعار، ويتسابق المستثمرون لبيع الأصول قبل انخفاض أسعارها أكثر، وتؤدي هذه الزيادة في العرض إلى سرعة انخفاض الأسعار، وهكذا حتى تبدأ الودائع المصرفية ثم القروض وبعدها الاستثمارات بالتناقص والاستهلاك بالانخفاض ثم انكماش في الطلب العام. وعندئذ تبدأ البطالة.

---

(2) Taylor (2008), Bernanke (2009), Liebowtiz (2008), Reinhart and Rogoff (2008) and Bordo (2008)
(3) (The General Theory of Employment Interest and Money, 1936)

لقد أصبح منطق كينز مقرراً في كتب المدارس المتوسطة والثانوية في الولايات المتحدة. ويعود كينز ليقترح السياسة المطلوبة لحل هذه الأزمة، وهي التدخل الحكومي بزيادة الإنفاق عن طريق السياسة المالية لتنشيط الطلب العام وهذا جزء مما يحدث اليوم أيضاً. يفهم من كل هذا أن كينز يعتقد بأنه لا يمكن الاعتماد على السوق الرأسمالي في إصلاح المشاكل تلقائياً عن طريق تغير الأسعار لأن الأسعار لا تتغير بسرعة كافية. .الخ وأنه لا بد من تدخل حكومي لإنقاذ الموقف كما يجري اليوم.

في عام 1963، قام ملتون فريدمان وآنا شوارتز (Friedman and Schwartz) بتوثيق التاريخ النقدي للولايات المتحدة بين عامي (A Monetary History of the United States: 1867-1960)، قدما فيه براهين تشير إلى أن تداعي سوق الأسهم لم يكن سبب الركود العظيم. لم يعارضا موضوع الفقاعة لأن التاريخ الاقتصادي يعلمنا أن استثمارات غير عقلانية تحدث بين الفينة والأخرى، ولكن المشكلة هي أن البنك الاحتياطي الفيدرالي ارتكب خطأً جسيماً بإتباعه سياسة نقدية انكماشية خلافاً للأهداف التي أسس من أجلها، وهي توفير السيولة الكافية للاستقرار المالي، حيث قام بزيادة سعر الفائدة على القروض للبنوك التجارية، وهو ما كان السبب في حدوث الركود الاقتصادي لأن أسعار الفائدة المرتفعة تؤثر سلبياً على الاستثمار الخاص.

إن الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد الأمريكي قبل عام 1929 (1844، 1857، 1873، 1890، 1893، 1907) حدثت تحت نظام نقدي مختلف عن ذلك النظام الذي اتبع بعد عام 1913. فالنظام النقدي الذي كان سائداً منذ عام 1879 إلى عام 1913 هو نظام قاعدة الذهب (Gold Standard) (لم يكن تحويلاً تلقائياً بل تضمن بعض التدخل من الحكومة) والذي بدأ بالزوال خلال الحرب العالمية الأولى.[4] ولكن الولايات المتحدة الأمريكية تحولت بعد ذلك إلى نظام سعر الصرف الثابت (Bretton Woods) حتى 1973/1972، ثم بعد ذلك تم استخدام نظام سعر الصرف العائم (Flexible Exchange Rate).

في عام 1907 حدثت أزمة مصرفية هائلة، حيث طالبت طوابير من الأمريكيين استرجاع ودائعهم ولكن البنوك رفضت الدفع. أدت هذه الأزمة إلى تأسيس البنك الاحتياطي الفيدرالي الذي أعطى صلاحيات كبيرة جداً لتوفير السيولة النقدية للاقتصاد الأمريكي. ومع ذلك فقد كانت الفترة من 1914 فصاعداً أقل استقراراً من الفترات السابقة (حتى إذا ما أخذت الحروب والأزمات المالية في نظر الاعتبار)حيث يلاحظ ازدياد قيمة التباين الظاهري (Variance) لكمية النقد والأسعار والناتج القومي الإجمالي. وقد حصلت غالبية

---

(4) لم يكن هذا النظام حرا من حيث تحويل كمية الذهب إلى نقد، أو من حيث حرية الناس بالاحتفاظ بالذهب ولكن كانت الحكومة تتدخل بشكل كبير.

عدم الاستقرار بين عامي 1920 و 1939 ثم من عام 1947 فصاعداً. دخل الاقتصاد الأمريكي في ركود في الفترة 1920-1921 وركود عظيم بين 1929 و 1933 كما يعلم الجميع ثم في ركود آخر من 1937 إلى 1938. ويعزي فريدمان كل ذلك إلى عدم استقرار النظام المؤسسي النقدي – البنك الاحتياطي الفيدرالي.

لقد وصل الناتج القومي الإجمالي ذروته في منتصف عام 1929. وقد لعب ازدهار سوق الأسهم دوراً في ذلك بسبب التطور التقني كإنتاج السيارات. قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بإتباع سياسة نقدية انكماشية منذ منتصف 1928 بهدف عدم تشجيع الناس على المضاربة في السوق. وقد أثرت زيادة أسعار الفائدة وشحّة السيولة النقدية سلبياً على الثقة بالاقتصاد (Business Confidence). وعليه فقد انخفض الاستهلاك والاستثمار، كما انخفض معدل نمو النقود بنسبة 3% منذ آب 1929 إلى تشرين الأول 1930. وفي تشرين الثاني من 1930 بدأت سلسلة من الانهيارات المصرفية أدت إلى طوابير من المودعين يطالبون بودائعهم (Bank Run). انتشرت العدوى من ولاية إلى أخرى، وفي 11 كانون الأول من العام نفسه انهار كل شيء.

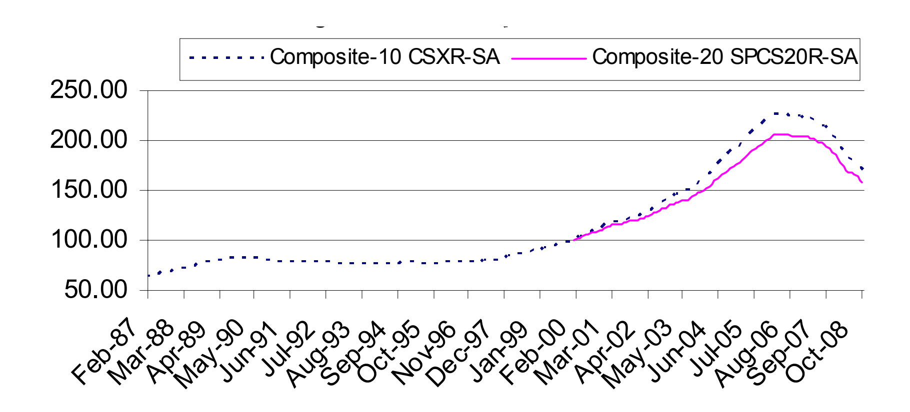
لا يعني، سواء في النظام النقدي الحالي أو كما كان في 1929، أن وجود دولار من الودائع لدى البنوك يساوي دولارا من النقد لدى البنك. فعند إيداع دولار من النقد لدى البنك، يقوم البنك بإضافة جزء من هذا الدولار إلى كمية النقد والباقي يقرض لأغراض أخرى. وقد يقوم المقترض بإيداع القرض في بنك آخر وهكذا. إذا لكل دولار من النقد يملكه البنك تكون عدة دولارات مطلوبة بشكل ودائع. إن عرض النقد – نقد في التداول والودائع – إذا أعلى كلما كبرت نسبة النقد المودعة في البنوك. لذا فإنه عند مطالبة كثير من الأفراد بودائعهم في وقت واحد يؤدي إلى انخفاض شديد في كمية النقد، إلا إذا كانت هناك طريقة أخرى لزيادة كمية النقد. وإلا فان البنك الذي يريد الوفاء بالتزاماته تجاه المودعين سيضع ضغطاً كبيراً على البنوك الأخرى إما بسحب بعض القروض أو بيع بعض الأصول أو سحب بعض الودائع. كان هذا هو السبب الذي أدى إلى تأسيس البنك الفيدرالي، لكي يخلق ويوفر النقد الكافي في هذه الحالات.

3. أوجه الشبه بين الحاضر والماضي!

3.1 لقد مر الاقتصاد الرأسمالي العالمي بأزمات كثيرة بالإضافة إلى الأزمات التي مرت بها الولايات المتحدة. فالأزمات الخمسة الكبيرة التي انهارت بها معدلات النمو بأكثر من 5% حدثت في أسبانيا 1977، والنرويج 1987، وفنلنده 1991، والسويد 1991، واليابان 1992. بالإضافة إلى ذلك فإن هناك أزمات مصرفية ومالية حدثت في أستراليا 1989، وكندا 1983، والدنمارك 1987، وفرنسا 1994،

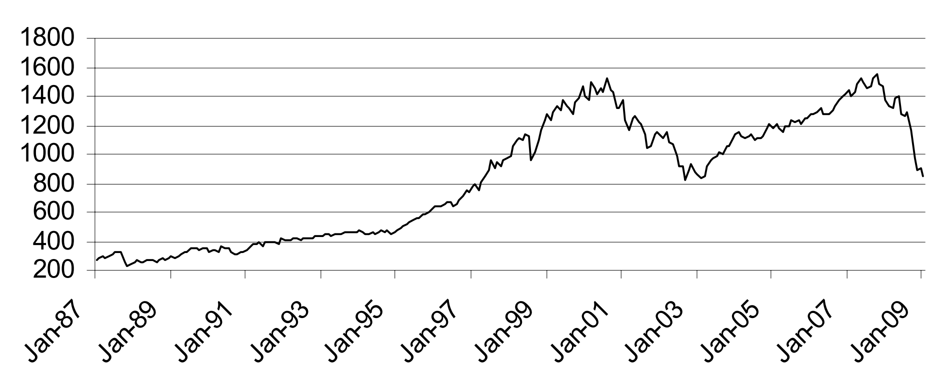
وألمانيا 1977، وبريطانيا في 1974، 1991 و1995. وقد قام Reinhart و Rogoff (2008) بتحليل كمية كبيرة من البيانات، فوجدوا تشابهاً نوعياً على الأقل، في البيانات والمؤشرات خلال هاتين الأزمتين. أهمها (1) انخفاض أسعار الأصول كالعقارات والأسهم في الولايات المتحدة التي تعاني من تدفق رؤوس أموال أجنبية كبيرة. (2) انخفاض شديد في معدل النمو الاقتصادي في السنة السابقة للأزمة بالإضافة إلى (3) وجود عجز شديد في الميزان الجاري (Current Account Deficits). وأخيراً (4) ارتفاع كبير في الدين العام.

شكل رقم (1): أسعار العقار في الولايات المتحدة



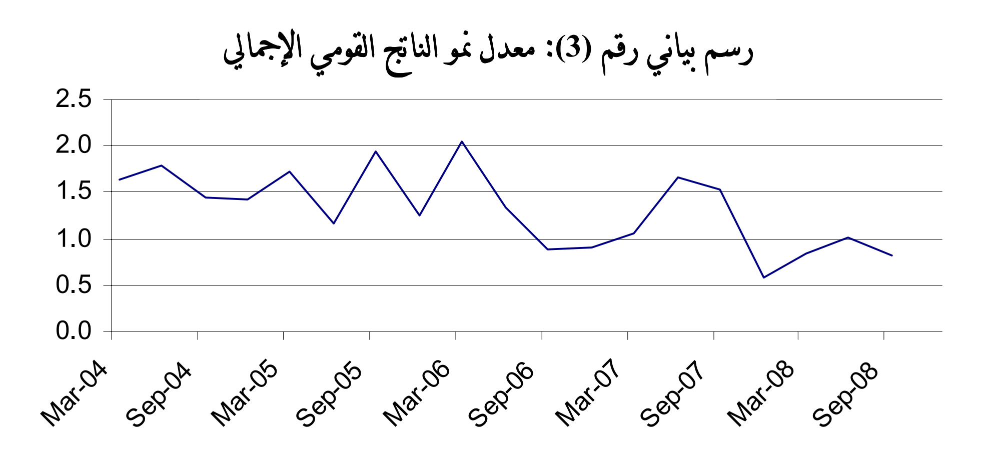
يبدو أن الأرقام المعلنة اليوم أكبر كثيراً من الأرقام أعلاه. فالاقتصاد الأمريكي ربما تدهور بنسبة 3 إلى 4 بالمائة ولكن اليابان سجلت تدهوراً بنسبة 13 بالمائة وبريطانيا بحوالي 2 بالمائة... الخ.

رسم بياني رقم (2): أسعار الأسهم Adjusted S&P 500



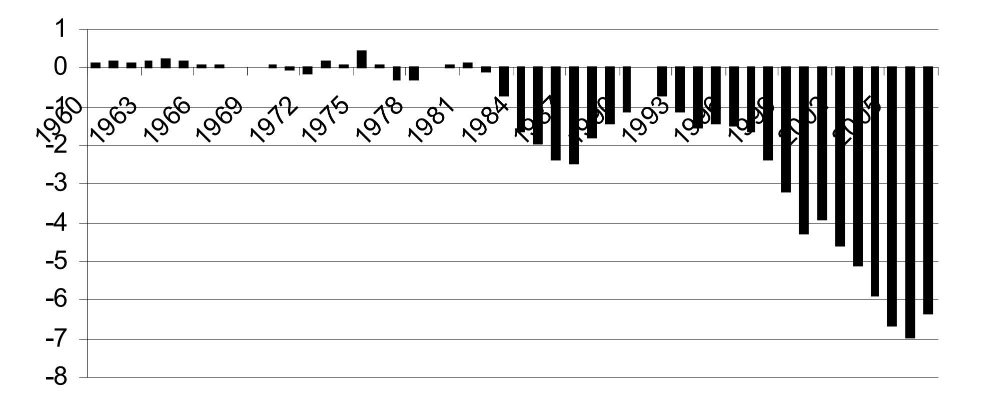
يوضح الرسم البياني رقم (1) كيف ارتفعت أسعار العقار (Boom) ثم بدأت في الانخفاض (Bust) في سنة 2007 واستمرت حتى الآن. أسعار الأسهم كانت تتبع مساراً مشابهاً كما في الرسم البياني رقم (2) [5].

رسم بياني رقم (3): معدل نمو الناتج القومي الإجمالي



ليس لدينا بيانات حديثة، ولكن الناتج القومي الإجمالي الأمريكي لا زال يواصل انخفاضه. في الحالات الصعبة يأخذ الاقتصاد سنتين حتى يعود النمو إلى الاتجاه العام. ولكن خلال الأزمات الكبيرة في اليابان، وفنلنده والنرويج وأسبانيا والسويد انخفض معدل النمو بحدود 5% وبقي منخفضاً تحت الاتجاه العام (Below Trend) لمدة أكثر من ثلاث سنوات. وعليه فإنه من الممكن جداً أن يظل الاقتصاد الأمريكي راكداً لمدة ثلاث سنوات أو أكثر، ويعتمد ذلك على أمور عديدة أهمها السياسات الاقتصادية الحالية.

شكل رقم (4): العجز في الميزان الجاري

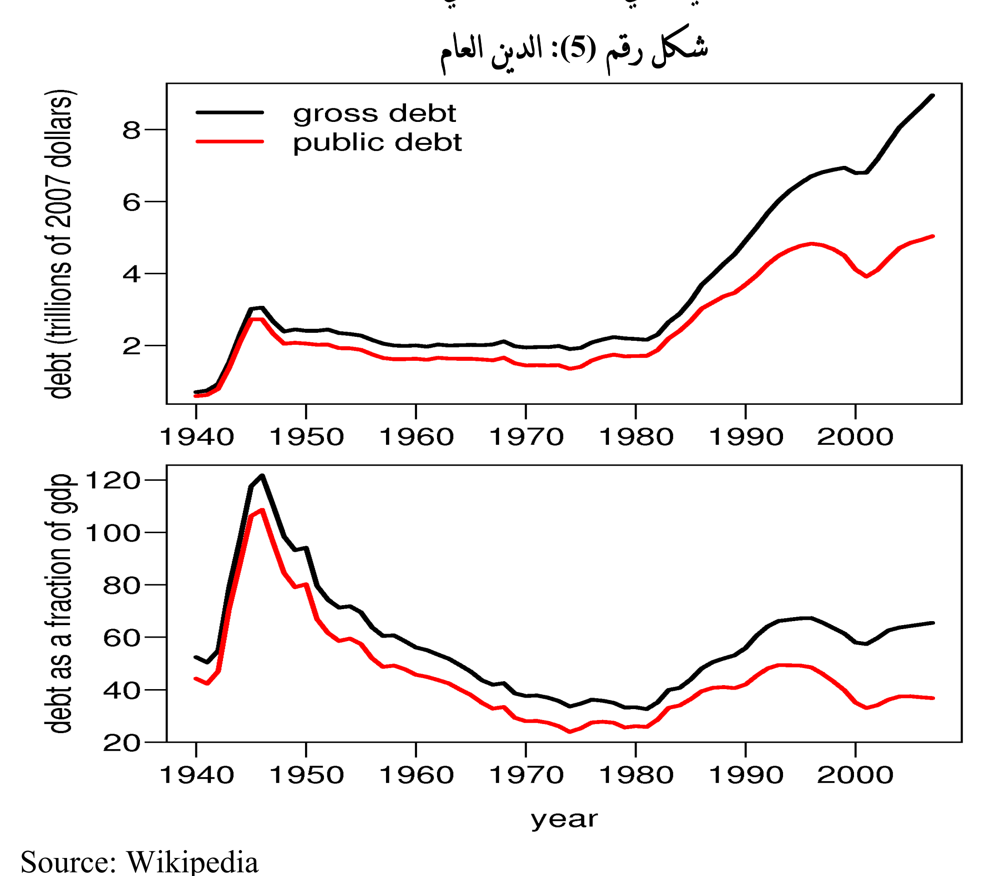


إن عجز الميزان الجاري كبير، فهو بحدود 6% من الناتج القومي الإجمالي، ولكن السؤال في الحقيقة ليس عن حجم العجز، ولكن هل يمكن استمرار الاقتصاد في العمل بشكل طبيعي مع هكذا عجز؟ هناك

(5) Adjusted for dividends and splits

أدبيات كثيرة في هذا المجال، بعضها يحاول القول أنه نعم ممكن. تستطيع الولايات المتحدة الاستمرار رغم العجز في الميزان الجاري بدون مخاطر جسيمة، حيث أن بريطانيا واستراليا وكندا استمرت في تحقيق عجز في الميزان الجاري لعدة عقود (Collins, et. Al. 2000). يعتقد أنه إذا ما كان سعر الصرف حراً عائماً بعيداً عن تدخل الحكومة، فإنه سوف يبدأ بالتدهور كمؤشر لزيادة العجز، وأن تغير سعر الصرف سيعمل وكأنه مضاد للصدمات (Shock Absorber) وهو الذي يحمي الاقتصاد الحقيقي.

شكل رقم (5): الدين العام



Source: Wikipedia

لقد تصاعد الدين العام (Public Debt) منذ ثمانينات القرن الماضي (الجزء الأعلى من شكل رقم (5)) ولكن كنسبة من الناتج القومي (الجزء الأسفل من شكل رقم (5)) لا يزال لا يقارن بسنوات الركود العظيم في عام 1930 كون الدخل القومي قد ازداد زيادة هائلة. لقد كان ذلك مؤشراً مهماً لحدوث الأزمات في كل الأزمات السابقة التي حصلت بعد الحرب العالمية الثانية. كل هذه المؤشرات تدل على وجود تشابه (أنا أعتقد) نوعي، وليس كمي بين الأزمات التي مر بها الاقتصاد الرأسمالي العالمي والأمريكي.

لنعد إلى موضوع الفقاعة لأنه يتردد دائماً في الصحف والأدبيات الاقتصادية، ولكن ليس هناك من تفسير معقول لها. يبدو أن هناك اتفاق بين معظم المحللين الاقتصاديين في الولايات المتحدة على أن التداعي الذي حصل في سوق العقار في الولايات المتحدة ربما ليس فقاعة، ولكنه متعلق بالتطورات الحاصلة في السوق المالية أو

النظام المالي. إما بسبب الزيادة المستمرة في تدفق رؤوس الأموال من آسيا والدول المصدرة للنفط، أو بسبب سوء تقدير السياسة النقدية، أو سوء تقدير سياسة العقار في الولايات المتحدة. لقد سبق وأن تكلم الكثير عن كون هذه الفقاعات تعني انعدام العقلانية (Irrationality) في القرارات التي يتخذها الأفراد.

يعتقد (Xavier Vives, 2009) أن الأزمة المالية سببها ندرة المعلومات جيدة النوعية وانعدام المواءمة بين حوافز اللاعبين في السوق. فعندما تكون المعلومات نادرة وموزعة بشكل غير متساوٍ (Asymmetric) فإنه يتوقع ألا تعكس الأسعار مستوى الطلب والعرض، ولذا تنحرف عن أساسيات السوق. إذا قد يكون هذا التوقع عقلانياً ورشيداً أكثر مما يتوقع الجميع. إن هناك علاقة بين موعد وصول التقنيات المختلفة إلى الأسواق وبين زيادة أسعار الأصول بأشكال غير عقلانية (Bubble)، كما حدث عند اكتشاف القطار والكهرباء في بداية القرن العشرين والسيارة في 1920 والانترنت. .الخ. إن التطور التقني الذي صاحب عملية صناعة سلات الائتمان والإقراض كان هائلاً (أنظر الرسم البياني رقم (9)) . هذا الجمع وإعادة تركيب هذه السلات الذي يُعرف بالتوريق قد خلط كثيراً من الأوراق (Securitization)، مما جعل المعلومات والخبرات اللازمة لتسعير هذه السلع نادرة وموزعة هنا وهناك، مما أدى إلى صعوبة التسعير وخصوصاً تسعير المخاطر.

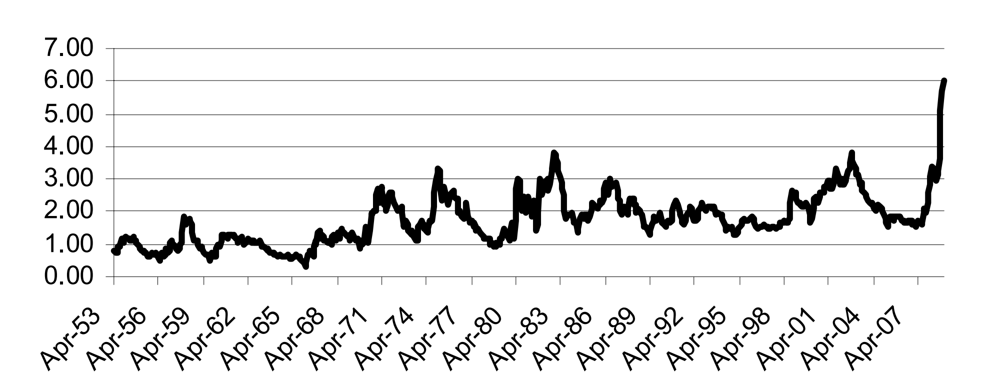
في حالات كهذه، فإنه يتوقع انحراف السعر عن سعر السوق. وربما يتم البيع والشراء على أسس أخرى تعتمد على حركة الأسعار الجارية. فلم يكون القرار بالبيع خاطئاً إذا كانت الأسعار في حالة صعود هائل؟ ربما يريد المستثمر من ذلك "ركوب هذه الموجة"! وأن الفقاعة تكبر عندما تزداد الهوة بين هؤلاء المستثمرين الذين يقامرون على زيادة السعر وهؤلاء الذين يقامرون على هبوطه (Information Asymmetry). ربما لا يكون ذلك أمراً غير عقلاني ولكنه ما يحصل عند وجود مثل هذه المعطيات.

كيف يمكن تفسير ما حدث في سوق العقار الثانوي (Subprime)؟ كان يمكن للبنوك المصدرة للقروض أن (1) تحتفظ بالقروض في موازناتها (On Balance Sheets)، ونتيجة هذا القرار أن تتحمل هذه البنوك خسائر رأسمالية كبيرة، بالإضافة إلى كلفة مراقبة تلك القروض أو (2) اللجوء إلى التوريق (Securitization) التي تعني جمع وإعادة تركيب للنقد الجاري (Cash Flow) وبيع المنتوج إلى مستثمرين لقاء سعر معين والتخلص من الكلف والأعباء. ما حصل على الأرجح إن المعلومات عن المخاطر الكامنة في هذه الأوراق المالية الجديدة المركبة والمعقدة أصبحت شحيحة.

ربما يمكن تحمل نتائج التداعيات التي حصلت في أسعار أسواق الأسهم والأصول، كون معدلات الإنتاجية عالية جداً في الولايات المتحدة، مع انخفاض المخاطر الناجمة عن السياسات الاقتصادية الكلية، حيث أصبحت هذه السياسات أكثر عقلانية في السنوات الأخيرة. أما بخصوص العجز في الميزان التجاري، الذي عندما كان في ذروته وصل إلى 2/3 الفائض العالمي، فيعتقد أغلب الخبراء بأن هذا يمكن تفسيره ضمن موجة العولمة الأخيرة، حيث انفتحت أبواب الاقتصاد الأمريكي لتدفقات رأسمالية هائلة.

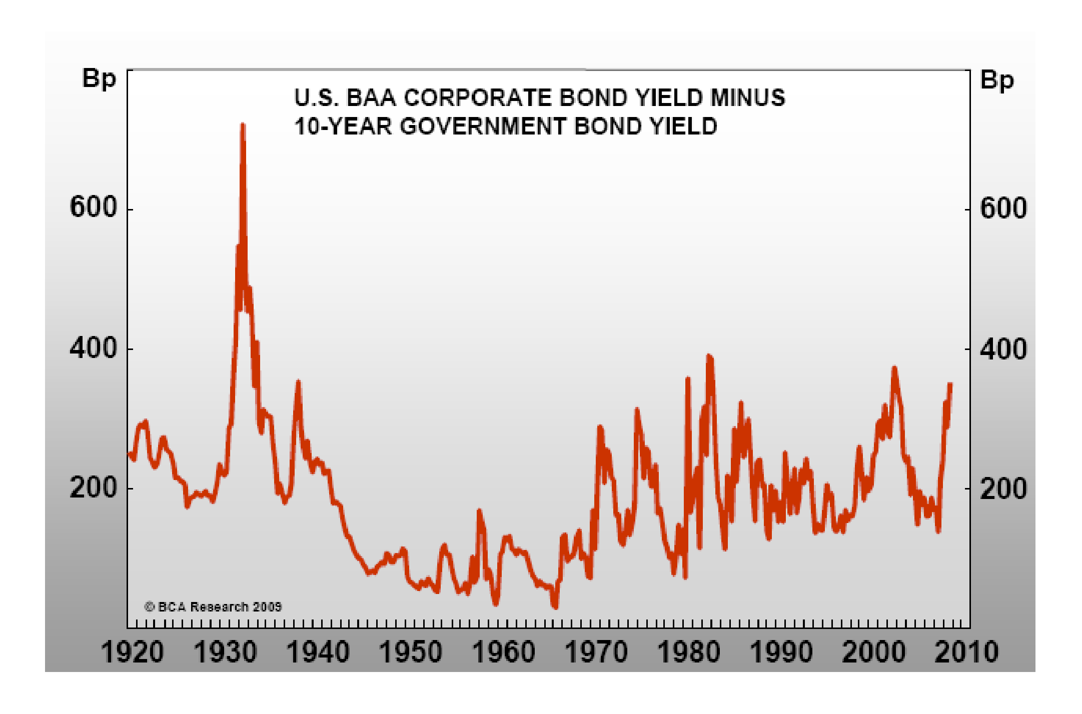
الشكل رقم (6) هو مقياس أو مؤشر للمخاطر الكبيرة أو عدم التأكد أو الغموض الذي يصيب قرارات الفرد عند الأزمات، وهذا المقياس هو الفرق بين العائد على سندات Baa التي يصدرها القطاع الخاص والعائد على سندات الخزينة الأمريكية (10- year band) وهو مقياس شائع الاستعمال. يلاحظ أن الأزمات المالية تجعل الطلب على سندات القطاع الخاص ينخفض، وبذلك ينخفض السعر ويرتفع العائد، حيث يحاول المستثمر وضع أمواله في سندات الخزينة الأمريكية الأكثر أماناً.

شكل رقم (6): الفرق بين عائد سند Baa وسند الخزينة الأمريكية لمدة 10



ربما هناك تشابه نوعي بين ما حصل في عام 1929 واليوم، ولكن لاشيء يضاهي ما حدث في عام 1929 من حيث حجم الكارثة. فالرسم البياني رقم (7) يرسم نفس البيانات من سنة 1920. لاحظ الفارق بين الذروة في عام 1929 واليوم!

شكل رقم (7)

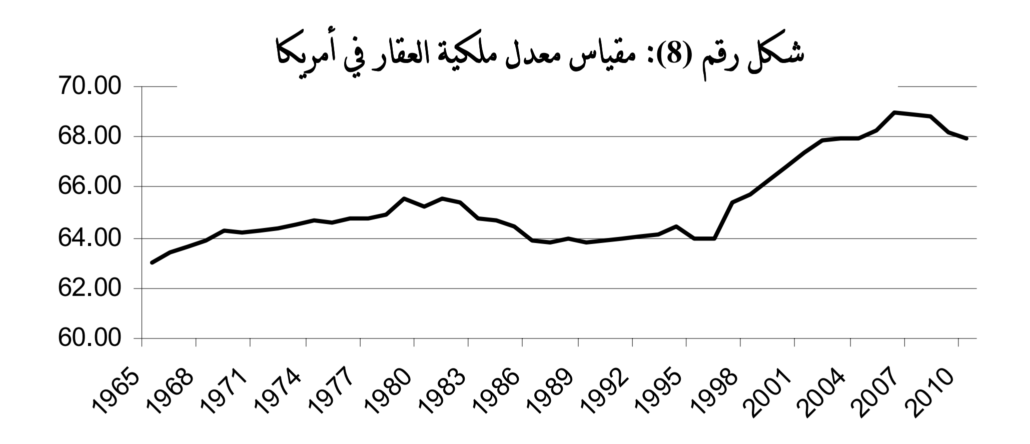


في الفقرة التالية سيتم مناقشة إذا ما كانت السياسات الاقتصادية سببا للازمة كما كان يعتقد فريدمان و شوورتز. ثم يتم استعراض تفاصيل سياسة البنك الاحتياطي الفيدرالي.

3.2 علاقة السياسة الاقتصادية بالأزمة

3.2.1 سنتكلم عن دراستين Liebowitz (2008) و Taylor (2008) . تتكلم الدراسة الأولى عن سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار بالذات. وتتحدث الثانية عن السياسة النقدية. إن الأزمة كما هو معلوم ويتفق عليه الجميع حدثت في سوق العقار أولاً ثم استشرت لبقية الأسواق. إن انصهار سوق العقار في الولايات المتحدة ليس شيئاً جديداً، فقد حدث وأن انصهرت أسواق العقار سابقاً في أمريكا وفي المملكة المتحدة في سبعينات القرن الماضي وفي اليابان وفي هونج كونج في تسعينات القرن الماضي. ولكن الأسباب قد تكون مختلفة.

إن نسبة الأفراد المالكين للعقار في الولايات المتحدة في مطلع القرن الماضي كانت 47%. وقد أصبحت منه النسبة في عام 2009 أي بعد قرن كامل 68% فقط.



لم ترتفع نسبة ملكية العقار في أمريكا إلا بتدخل من الحكومة الأمريكية في سوق العقار. في أي عملية إقراض، سواء في سوق العقار أو أي سوق أخر، عمليات الإقراض تتم كالعادة بشكل دقيق للغاية، حيث يجب تقييم إمكانية كل مقترض على سداد الدين. وقد أنشأت الحكومة الأمريكية سوق رهن عقاري ثانوي يسمى (Subprime) لغرض زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، وذلك عن طريق التدخل الحكومي لتبسيط قواعد الإقراض العقاري (Lower Mortgage Lending Standards). ويقصد بذلك أنه (1) لا يعتبر التاريخ الائتماني السيئ مشكلة أو عائقاً للإقراض، (2) لا ضرورة لتقديم دفعة أولى، (3) الدخل ليس عائق، (4) لا تعتبر نسبة القرض إلى قيمة العقار مؤشراً مهماً. في ما يلي سرد للتسلسل الزمني للتدخل الحكومي في سوق العقار.

في عام 1930 أي خلال فترة الكساد العظيم، تدهور سوق الرهن العقاري كباقي الأسواق. أعطيت قروض ولكن لفترة قصيرة جداً، سنة أو اثنتان لأن البنوك كانت بحاجة إلى نقد، ولم يكن ممكناً تمديد قيمة القرض. الدفع بالكامل عند الوقت كان أمراً مهماً.

لهذا تدخلت الحكومة الأمريكية في عام 1934 بإنشاء الإدارة الفيدرالية للإسكان، التي كانت مهمتها ضمان القروض في حالة عدم قدرة المقترض على الدفع، أو عدم الإيفاء بالديون.

في عام 1938 أُسست – Fannie Mae – لغرض شراء القروض العقارية من الإدارة الفيدرالية للإسكان. ثم وسع الغرض من إنشائها إلى شراء وإعادة إقراض أموال لأغراض العقار من القطاع الخاص للاقتصاد ككل.

بعد الحرب العالمية الثانية، بدأ السكان البيض مغادرة مراكز المدن والعيش في أحياء سكنية بعيدة (خارج المدينة) أخذت بالاتساع وسميت الضواحي (Suburbs)، في حين بقي الفقراء عموماً وهم من السود والملونين من أمريكا اللاتينية (الأقليات) يعيشون في داخل المدن، فتحولت مراكز المدن إلى مناطق كئيبة ذو مباني قديمة. لهذا أصدرت الحكومة الأمريكية قانون إعادة الاستثمار (Community Reinvestment Act, 1977) الذي يفرض على البنوك القيام بأعمال مصرفية في مناطق جغرافية واسعة تضم مراكز المدن، ومنعها من ممارسة أعمالها في الأحياء السكنية للبيض حصرياً. لذلك أصبح دور الحكومة الأمريكية في سوق العقار كبيراً جداً في سبعينات القرن الماضي.

ثم صدر قانون كشف الرهن العقاري للمساكن (Home Mortgage Disclosure Act, 1975)، الذي يتطلب من البنك المقرض الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشخص المقترض. أرادت الحكومة من ذلك التعرف على ما إذا كان هناك من تمييز عنصري من قبل البنوك في منح القروض العقارية.

في عام 1991 تراكمت بيانات إحصائية كثيرة عن عمليات الإقراض. وتعالت أصوات عديدة تطالب بتحليل ودراسة هذه البيانات من منطلق أن هناك تمييزاً عنصرياً في عملية الإقراض.

في عام 1992 قام البنك الاحتياطي الفيدرالي في بوسطن بدراسة وتحليل هذه البيانات، واستنتج أن الأقليات معرضة للتمييز العنصري من قبل البنوك.

استخدمت نتائج هذه الورقة لأغراض سياسية، حيث يقول Liebowitz (1998) و Day أنهما صُعقا من وضاعة نوعية التحليل الاقتصادي. فعندما قاما بإزالة المشكلات المتعلقة بقاعدة البيانات الإحصائية وإعادة التحليل الاقتصادي وجدا أن تأثير التمييز العنصري قد اختفى تماماً من النتيجة!

طبعاً من الصعب جداً تحديد أسباب الفقاعة في السعر، لأن هناك أسباب عديدة غير اقتصادية. ولكن يبدو أن الإحصائيات تشير إلى ارتفاع هائل في عدد العائلات المؤهلة للاقتراض بشروط مخففة. فكلما أصبح الحصول على قرض عقاري أسهل كلما ازداد الطلب وارتفع السعر، وأن جزءاً كبيراً من هذا الارتفاع في السعر ربما له علاقة بسياسة الإقراض السهلة! كل هذا وقد توسع السوق المبني على شروط مخففة ليشمل أسواقاً ثانوية متعلقة بسوق العقار الثانوي. لقد نتج عن هذه السياسات دمج واتحاد بين أسواق رأس المال والإقراض، الأمر الذي أدى إلى ابتكارات في سوق العقار (Mortgage Innovations) تشمل مشتقات مورقة بمليارات الدولارات فيها مخاطر مالية إتضح انه من الصعب تسعيرها .

شكل رقم (9): التطورات التقنية وأسعار الأسهم

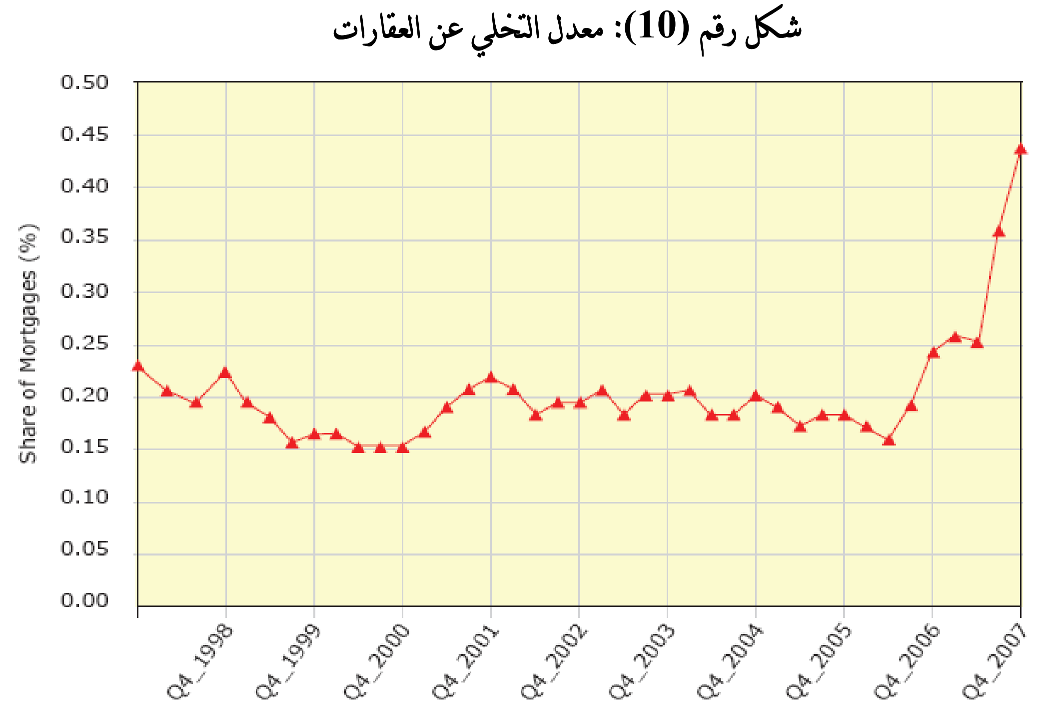


تبدو في الشكل رقم (9) المأخوذ من البنك الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو (2008) التغيرات في مقياس وكالة التصنيف الائتماني (S&P 500) ستاندرد أند بور (لوغاريتم) لأسعار الأسهم ومزامنتها مع فترات التطور التقني في الولايات المتحدة. إرتفعت أسعار الأسهم بعد كل تطور تقني، فمثلاً في بداية القرن العشرين عندما انبثق القطار والكهرباء، وفي عام 1920 بدأت صناعة السيارات، ثم في خمسينات وستينات القرن الماضي انبثق التلفزيون ورحلات الفضاء . .الخ ثم ظهرت الانترنت. كل هذه التطورات التقنية

أدت إلى استثمار هائل وأدى بدوره إلى ارتفاع في أسعار الأسهم. ويعتبر الاقتصاديون المشتقات المورقة التي تدمج أسعار الرهن العقاري مع أصول أخرى نوع من هذه الابتكارات التقنية التي أدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

وصلت أسعار العقار قمتها في الربع الثاني من عام 2006، فبدأت مشكلة التخلي عن العقارات (أي أن يتركها أصحابها ويتوقفوا عن دفع ديونهم) في الربع الثالث من العام نفسه. فتخلي الناس عن رهنهم العقاري بدأ مباشرة عند توقف أسعار العقارات عن الصعود، حيث انخفضت أسعار العقارات الاسمية بنسبة 1.4% خلال 6 أشهر في سنة 2006. ولكن نسبة التخلي عن الرهن العقاري قد ارتفعت بنسبة 43%. ويعتقد أن هذه النسب العالية ليس لها علاقة مباشرة بالركود الاقتصادي، لأن الاقتصاد لم يكن في وضع مأساوي في تلك الفترة.

شكل رقم (10): معدل التخلي عن العقارات



Source: Liebowitz, 2008

إن الارتفاع الهائل في عدد من يتخلون عن الرهن العقاري من 170 ألف إلى 248 ألف محصور بالذين اقترضوا قروضاً سهلة بدون مقدمات مالية، وربما أرادوا جني بعض الأرباح، ولكنهم عند توقف ارتفاع أسعار العقار أصبحوا على يقين بأن الأرباح التي حلموا فيها قد تبخرت، فلم يكن لهم سبيل آخر سوى التخلي عن التزاماتهم. انخفضت أسعار العقار كثيراً خلال عامي 2007 و 2008 وارتفعت نسبة التخلي عن الرهن العقاري، كما موضح في الشكل رقم (10).

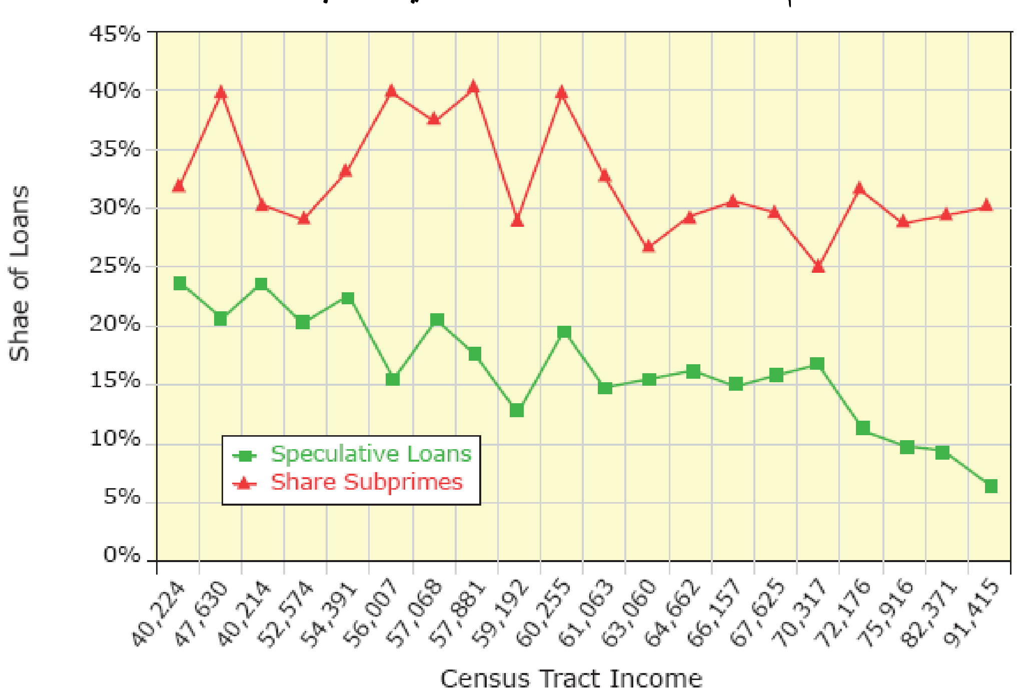
يزعم الاتحاد العام للباعة في الولايات المتحدة الأمريكية أن نسبة العقارات المشتراة لأغراض المضاربة تمثل 28% من إجمالي المبيعات في عام 2005 و 22% في عام 2006. هذه نسب تبدو هائلة إذا ما علمنا أن إجمالي المبيعات في الولايات المتحدة رقم هائل أيضاً بحدود 5 تريليون دولار أمريكي في السنة.[6] فإذا كان هناك جزء صغير من هؤلاء هم من المضاربين فإن ذلك كافياً لتفسير كل ما جرى في سوق العقار.[7] إن البيانات الإحصائية المتوفرة مثلاً في (2008) Mian and Sufi و (2008) Liebowitz تبين بأن النسبة العظمى من الديون المتعثرة هي للفقراء ولمتوسطي الدخول ويمثلون أكبر نسبة من مالكي العقارات التي اشتريت لأغراض المضاربة. هذا مع العلم بأن كل الدلائل تشير إلى أن السبب الرئيسي لزيادة نسبة المتخلين عن العقارات هو الشراء أساساً لأغراض المضاربة. أنظر إلى الشكل رقم (11) حيث أن نسبة الديون المستخدمة في المضاربة (Speculative Loans) الخط المربع الأسفل أكبر عندما يكون الدخل منخفضاً وتقل نسبة هذه الديون بزيادة الدخل (الدخل على المحور الأفقي).

---

[6] من أجل فهم أهمية هذه الأرقام يلاحظ أن الناتج القومي الإجمالي لثاني أكبر اقتصاد في العالم – اليابان– هي بحدود 4 تريليون دولار أمريكي، وأن اقتصاديات بريطانيا وألمانيا وفرنسا معاً ربما تصل إلى 5 تريليون دولار.

[7] هذا المقياس منحرف قليلاً لأنه يتضمن عقارات وبيوت لأغراض الأجازات والمصايف. .الخ. إن العلاقة بين المضاربة والدخل عكسية في إحصاءات السكان وليس حسابات سوق العقار. ما يفيد به الشكل هو أن المضاربة أكثر ارتباطاً بدخول مناطق سكنية معينة وليس بسوق العقار الثانوي. ربما أن الدليل على ارتباط المضاربة بما جرى في سوق العقار يكمن في بيانات عن العقارات التي تخلى عنها أصحابها، والتي كانت أساساً قد اشتريت لأغراض غير السكن من قبل المشتري، ولكن ليست هناك بيانات عن ذلك.

شكل رقم (11) : حصة القروض المستخدمة في المضاربة ومستوى الدخول



يستنتج من كل ما جاء في دراسة البيانات أعلاه بأن سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار كانت سياسة تدخل مباشر في آلية السوق رغم هدفها النبيل الساعي إلى توفير مساكن للناس. إذاً المسألة ليست مسألة تحرير الأسواق (Deregulation) كما يفهم الكثيرون وإنما العكس تماما . لقد كان من الأفضل اتباع الحكومة لسياسات تحفز على زيادة دخول والإنتاجية ورفع مستوى معيشة تلك الفئات لتمكنها من شراء العقارات.

3.2.2 نناقش في ما يلي رأياً آخر في مسببات الأزمة المالية، تختلف تماماً عن ما أتى به Liebowitz . في دراسة البروفيسور Taylor (2008) يقول أن تفسير تدهور النظام المالي الأمريكي اليوم لا يختلف عنه قبل مئات الأعوام، حيث تبدأ المشكلة بتراكمات نقدية هائلة (زيادة في كمية النقد) تؤدي إلى ازدهار (Boom) ليتبعه بلا شك إنهيار (Bust). في الأزمة المالية الحالية بدأت المشكلة في سوق العقار، ثم امتدت إلى بقية أجزاء القطاع التمويلي في الولايات المتحدة ثم إلى بقية أجزاء العالم. ويقول Taylor أن سبب الأزمة في سوق العقار يعود إلى خطأ في السياسة النقدية (سياسة نقدية توسعية).

يكمن الخطأ في السياسة النقدية في تذبذب أو عدم إستقرار السياسة وتغيرها بشكل مفاجيء بين فترة وأخرى، خلال مدة طويلة استمرت عدة سنوات، ويقصد هنا رفع وخفض أسعار الفائدة بشكل مفاجيء

ومتكرر. إن التغير في سعر الفائدة صعوداً ونزولاً بشكل مفاجيء ليس أمراً سليماً، بالإضافة إلى ذلك لوحظ أن أسعار الفائدة انخفضت كثيراً بشكل لم يكن متوقعاً أو مفهوماً في الفترة من 2000 إلى منتصف 2004. إن الانخفاض الشديد في سعر الفائدة يعني طبعاً سياسة نقدية توسعية، وهذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية المطاف إلى تضخم نقدي إما بشكل عام وإما في أسواق معينة، وقد نال سوق العقار نصيباً كبيراً منه[8].

إذاً مشكلة زيادة الطلب على العقار ثم انخفاضه وارتفاع الأسعار ثم هبوطها السريع قد تكون متعلقة بالسياسة النقدية أساساً.

في محاولة للدفاع عن السياسة النقدية الأمريكية قال البعض ومن ضمنهم Bernanke رئيس البنك الاحتياطي الفيدرالي أن هناك الكثير من الادخارات في العالم، وأن هذه الادخارات الناجمة عن الأوضاع الاقتصادية المزدهرة خارجة عن سيطرة السلطات النقدية في الولايات المتحدة، وأن هذه الادخارات قد أثرت بالتأكيد على خفض أسعار الفائدة بشكل كبير. يقول (Taylor)، أنه عند النظر إلى البيانات فإنه يلاحظ أن الادخارات العالمية لم تكن في تزايد (World Economic Outlook IMF) Sep 2005, Chapter 2, P. 92. لقد كان هناك فجوة بين الادخارات والاستثمارات العالمية، ولكن الاتجاه لم يكن تصاعدياً بل كان تنازلياً. والولايات المتحدة على وجه الخصوص كانت تدخر أقل مما تنفق.

في الحقيقة لقد كانت أسعار الفائدة في أغلب دول العالم متجهة جنوباً، والسؤال المهم هو لماذا؟ يتساءل (Taylor): لماذا تقوم البنوك المركزية في العالم بتخفيض أسعار الفائدة خلال نفس الفترة؟ وجوابي على هذا ربما يكمن في زيادة حركة رؤوس الأموال بين الدول بشكل حر تماماً، ولكن هذه مجرد فكرة ناتجة عن أن أسعار الفائدة في بلد وآخر تتساوى في نموذج (Mundell – Fleming) تحت فرضية: انتقال رؤوس الأموال بين الدول بشكل حر(Free Capital Mobility)، واستقرار الأسعار (Constant Price level) بشكل عام، وعندما تكون أسعار الصرف قائمة بشكل حر وغير مقيد(Freely Floating Exchange Rates). ليس هناك من شك في صحة الفرضية الأولى، أما الفرضية الثانية فقريبة جداً من الحقيقة، ولكن حقيقة الفرضية الثالثة عرضة للجدل.

يمكن تلخيص أفكار (Taylor) بأنه يعتقد بأن السياسة النقدية الأمريكية التوسعية هي من الأسباب الأساسية للمشاكل التي حصلت في سوق العقار، والتي انتقلت بالعدوى إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى. قد

(8) ألم يعلمنا توبن (James Tobin) بأن زيادة كمية النقد التي تؤدي إلى توقع ازدياد التضخم النقدي تجعل الناس تسرع إلى شراء الأصول الثابتة كالعقارات؟

تكون وجهة النظر هذه صحيحة، ولكنها لا تفسر لماذا السياسة النقدية التوسعية في نيوزلندا وأستراليا وما صاحبها من تضخم نقدي لم يؤديا إلى أزمة عقار في هاتين الدولتين؟

3.2.3 البنك الاحتياطي الفيدرالي

لننتقل الآن إلى السياسات التي اتبعتها الحكومة الأمريكية لحل الأزمة المالية. يؤكد (Ben Bernanke) في خطاب له في 13 يناير من عام 2009 ألقاه في مدرسة لندن للاقتصاد (London School of Economics) أن المشكلة قد بدأت في سوق العقار الثانوي Subprime أي أنه يتفق مع الآراء السابقة أعلاه، وأن هذه المشكلات سببت خسائر مادية جسيمة. ولكنه يعتقد أن ما حدث في سوق العقار هو جزء من المشكلة وليس المشكلة كلها. فهناك مشاكل تتعلق بتدهور شروط الإقراض كما قال Liebowtiz، وهناك تقصير في المؤسسات الرقابية والشركات الخاصة بتقييم البنوك، وهناك تعقيدات كبيرة في الائتمانات. . .الخ. إن المشكلة التي يركز عليها Bernanke هي التوقف المفاجيء في الائتمان الذي أدى إلى مشاكل مالية كبيرة.[9] تكلمنا عما حصل خلال عام 1929 عندما عجز الناس على الحصول على قروض. وعندما يتكبد الناس والشركات خسائر وتبدأ رؤوس الأموال بالزوال بسبب انخفاض قيمتها، فإن الناس والشركات يسعون إلى الاقتراض لمعالجة الموقف، ربما بكلفة كبيرة، ولكن ليس هناك من مخارج أخرى عدا الإفلاس.

يعترف Bernanke بأن السياسة التوسعية النقدية الحالية مقرونة بمخاطر أيضاً أهمها ازدياد التضخم النقدي. هذه طبعاً مسألة معروفة وقديمة في النظرية النقدية، إذ أن هناك مقايضة بين إسعاف الاقتصاد الذي يحتاج إلى كمية هائلة من النقد مثلما تحتاج ماكينة السيارة إلى الزيت وبين التضخم النقدي الذي ينجم عنها .

اتخذت السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة الأمريكية شكل انخفاض في معدلات الفائدة للإقراض قصير الأجل الأمر الذي أدى إلى خفض المخاطر المالية في النظام التمويلي. ولكن ما حصل هو زيادة في حجم الفجوة الائتمانية لأن الإقراض أصبح صعباً ونظام الائتمان غير فعال من جهة، ولكون السياسة النقدية توسعية من جهة أخرى. فالمقرضون يتخوفون من الإقراض رغم السياسة النقدية التوسعية، ورغم توفير البنك الاحتياطي الفيدرالي لمبالغ هائلة لأغراض الإقراض مباشرة إلى البنوك إضافة إلى خفض أسعار الفائدة.

---

(9) كان السماح لشركة Lehman Brothers الاستثمارية العملاقة بالإفلاس قد ابتدأ الكارثة الائتمانية لأنها كانت تصدر أوراق مالية وكذلك كانت شركة AIG للتامين قد استثمرت في هذه الأوراق وعندما فقدت قيمتها أصبح الأمر حرجا لهم وللحكومة الأمريكية. أما المودعين فقد أصيبوا بذعر الذي انتشر إلى سوق الأسهم. أصبح سوق الأوراق المالية عاطلا وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة أصبح الحصول على قرض صعبا جدا.

بعد تخفيض سعر الخصم في آب من عام 2007، بدأت سلسلة من السياسات النقدية التوسعية في أيلول من العام نفسه، وبدأت الحكومة استهداف أسعار فائدة منخفضة جداً قياساً بتاريخ السياسة النقدية الأمريكية. وقد استهدفت هذه السياسات تجنب حصول ركود هائل في الاقتصاد الأمريكي، وتخفيف وطأة الأزمة.

وقد استخدم البنك الاحتياطي الفيدرالي أيضاً طرقاً أخرى كون سعر الفائدة قد وصل الصفر تقريباً. تستطيع السياسة النقدية التأثير على سعر الفائدة في المدى البعيد من خلال تأثيرها على "توقعات الناس" عن السياسة النقدية في المدى البعيد. بعد لقاء لجنة السياسة النقدية (FOMC) الأخير في شهر كانون الأول من عام 2008 حرصت اللجنة على القول بأن أسعار الفائدة ستبقى منخفضة. حيث إن السياسة تؤثر على المدى الزمني الذي يرى فيه الناس أن سعر الفائدة سيبقى منخفضاً، أي هل ستبقى منخفضة على السندات الحكومية طويلة المدى؟ ويؤدي هذا التوقع إلى ضغط على سعر الفائدة في المدى الطويل إلى الانخفاض (The Expectation Theory of the Term Structure).

بالإضافة يتبع البنك الفيدرالي سياسات مباشرة لدعم النظام الائتماني. هناك ثلاث مجاميع تختلف فيها السياسات والأدوات إلا أنها كلها لديها تأثير متشابه وهو التأثير على جهة الموجودات (وليس جهة المطلوبات) في ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي.

تلك هي سياسات وأدوات لها علاقة بكون البنك الاحتياطي هو المقرض الأخير (Lender of the Last Resort) وهذا يعني توفير سيوله نقدية في المدى القصير للمؤسسات المصرفية والبنوك ذات السمعة المالية الجيدة. وهذه ليست سياسة ذات مخاطر عالية. وأنها تخفض من ما يسمى بالمخاطر المنهجية (Systemic Risks) عن طريق توفير الدعم والثقة بأن البنك الاحتياطي سوف يوفر دعماً مادياً مباشراً في حالة فقدان ثقة المستثمرين بالقطاع التمويلي، وهو ما سيغني القطاع عن بيع أصوله بأسعار بخسة قد تسبب اضطراباً مالياً. وهناك أيضاً أدوات توفير سيوله نقدية للمقترضين والمستثمرين مباشرة وليس للبنوك. ولكن هل يا ترى يمكن إعادة ثقة الناس بالبنوك عن طريق توفير وتعزيز رؤوس أموالها؟ ربما هناك أزمة ثقة في إدارة البنوك وإدارة السوق النقدي ككل.

يقوم البنك الاحتياطي الفيدرالي أيضاً بشراء أوراق مالية تجارية ذات نوعية عالية، وبذلك يوفر سيوله نقدية لتلك الشركات والبنوك. .الخ. وهناك الكثير من المخاطر التي يمكن الحد منها من خلال هذه العمليات. واحد من هذه المخاطر هو عدم قدرة المقترض على الحصول على الأموال اللازمة لدفع قيمة الأوراق المالية

المترتبة بذمته (Rollover Risk). يشجع شراء البنك الاحتياطي الفيدرالي لتلك الأوراق المقرضين على الإقراض للمستثمرين في القطاع الخاص بدون خوف.

هناك أيضاً مشروع مشترك بين البنك الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة الأمريكية يقوم من خلاله بتقديم قروض لمدة ثلاث سنوات للمستثمرين الصغار مقابل أصول من صنف AAA. الهدف هنا هو دعم كشوف حسابات المستثمرين بمال عام لتقليل المخاطر وزيادة الثقة، وبالتالي تشجيع زيادة الإقراض الخاص. وإذا نجحت هذه الأداة سوف يوسع إطارها لأصول من أصناف أقل من AAA. أما المجموعة الأخيرة من هذه "الأدوات الأخرى" التي تسعى إلى دعم النظام الائتماني فهي تلك المتعلقة بشراء أصول طويلة الأمد لغرض البنك الاحتياطي الفيدرالي نفسه. حيث سيتم شراء ديون ترعاها الحكومة بحوالي 100 مليار دولار وديون الرهن العقارية المورقة بحوالي 500 مليار. ولقد لوحظ أن سعر فوائد الرهن العقاري قد انخفضت مباشرة فور إعلان هذه الخطة، وهو ما من شأنه تشجيع سوق العقار المريض على التعافي.

إذاً هناك أدوات سياسات نقدية غير سعر الفائدة. فالسياسة ليست كمية كما استخدم في اليابان في الفترة 2001-2006. يصف Bernanke سياسته "تسهيل الائتمان" بأنها تسعى إلى توسيع ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي. ليس فيها تركيز على كمية الاحتياطي التي تقع عادة في جانب المطلوبات من الميزانية بل تركز على جانب الأصول الذي يقع على جهة الموجودات في ميزانية البنك. إن سبب الاختلاف في الاتجاه بين هذه السياسة وسياسة بنك اليابان في نهاية القرن الماضي هو أن المشكلة مختلفة. فاليوم هناك عطل كبير في سوق الائتمان يراد تنشيطه، ولغرض تنشيط الطلب العام في الوقت الحاضر فإن البنك الاحتياطي الفيدرالي يقوم بالتركيز على سياسات تقليص "فجوة الائتمان" التي تكلمنا عنها سابقاً، فالسياسات تختلف بسبب اختلاف التأثير، ولكل سياسة تأثير مختلف. إن صرف دولار واحد لشراء ورقة مالية طويلة الأمد ليس لها نفس الأثر على القطاع التمويلي والاقتصاد ككل مقارنة بمنح قرض بقيمة دولار واحد إلى تلك البنوك.

يشكك كثير من الاقتصاديين، كالعادة، بهذا النوع من السياسات النقدية، التي تسعى إلى تكبير أو توسيع حجم ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي لأنها في الواقع مماثلة لطبع النقود، وهي في النهاية تضخمية. هناك فعلاً زيادة كبيرة في الاحتياطيات الفائضة في البنوك، ويعتقد Bernanke أن هذه الاحتياطيات من أضيق أنواع النقد! إن أغلب الاحتياطيات التي تملكها البنوك، هي إيداعات لدى البنك الاحتياطي الفيدرالي وليست في التداول. إذاً فإن معدل نمو M_1 و M_2 (مقاييس أوسع من النقود) أقل من نمو القاعدة النقدية (Money

(Base . ويعتقد Bernanke أن أسعار النفط وأسعار المنتجات الأخرى متجهة جنوباً، وهو ما لا يشير إلى وجود تضخم نقدي!

ويقول Bernanke بأن البنك الاحتياطي الفيدرالي سيغير سياسته التوسعية بسرعة عندما يتحسن الوضع الاقتصادي وعودة نشاط قطاع الائتمان. فكلما تحسن سوق الائتمان كلما قل الاعتماد على البنك الاحتياطي الفيدرالي وكذلك حجم ميزانية البنك.

إن البنك الاحتياطي الفيدرالي قد بدأ حديثاً بتطبيق نظام مشابه للبنك الاحتياطي النيوزلندي، حيث إن سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي الفيدرالي لودائع البنوك لديه يجب أن يكون كأرضية لسعر الفائدة، لأن البنوك لا تقبل إقراض بعضها البعض بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة الذي تتقاضاه من البنك الاحتياطي الفيدرالي. إن سعر الفائدة Federal Fund Rate بدأ بالانخفاض دون سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي للودائع، وهو ما يدل على وجود كمية كبيرة جداً من الاحتياطيات الفائضة وعدم دراية البنوك بالتعامل مع هذا النظام الجديد . في نهاية الأمر، فإنه يُعتقد أن هذا النظام سيؤدي إلى جعل سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي على الودائع أداة سياسة نقدية فعالة من حيث تأثيرها على سعر الفائدة Federal Fund Rate. وهناك طرق أخرى لتغيير السياسة التوسعية، حيث تستطيع وزارة الخزانة إصدار سندات جديدة يمكن بيعها عند تحسن الوضع الاقتصادي لامتصاص السيولة الزائدة.

يعتقد Bernanke أن السياسة المالية للحكومة الجديدة لن تكون فعالة في تنشيط الاقتصاد بشكل دائم إلا إذا كانت مصاحبة بسياسات لتأمين استقرار السوق المالية ونظام التمويل. إذاً يعتقد Bernanke بأن النمو الاقتصادي مرهون بوجود قطاع تمويلي فعال! (أنظر إلى هامش رقم 1) .

هناك إصلاح مؤسسي جار للقطاع التمويلي في الولايات المتحدة الأمريكية. هذا أمر مفروغ منه ولا بد أن تراجع الدول فعالية مؤسساتها بين فترة وأخرى والآن هي الفترة المناسبة لذلك. والأزمة الحالية فترة مناسبة لخلق سياسات بديلة وللتفكير بحلول جديدة لإعادة الثقة بين المقرض والمقترض، حيث يبدو أن العالم يعاني من أزمة ثقة وأزمات أخلاقية يصعب على الاقتصاديين فهمها من خلال نماذجهم الاقتصادية الرياضية.

ويضيف Bernanke أن هناك كميات هائلة من الأصول الجديدة المعقدة التركيب، ذات قيمة يصعب معرفتها بدقة موجودة في ميزانيات كثير من المؤسسات. يؤدي وجود هذه الأصول إلى عدم استقرار وغموض وعدم تأكد من الأمر الواقع، مما يربك كثيراً من المستثمرين وبالتالي يعطل الاستثمار. قد يمكن إزالة هذه

الأصول، ولكن ذلك يحتاج إلى تدفق رؤوس أموال حكومية لشرائها . كما يمكن أيضاً إنشاء مؤسسة غرضها العناية بهذه البنوك السيئة حيث تقوم مؤسسات مالية بشراء مقابل حصص في هذه البنوك مقابل أوراق مالية. كذلك فإنه يمكن شراء الأصول السيئة بأسعار مخفضة. وهناك بعض الحالات التي يتخلى فيها الناس عن عقاراتهم أو شركاتهم التي يمكن إسعافها.

وأخيراً يؤكد Bernanke على الحاجة إلى إصلاح مؤسسي وإقامة بعض الضوابط (تدخل حكومي) . ويتطلب الأمر تنسيقاً عالمياً كون الأنظمة الائتمانية مرتبطة عالمياً بقنوات قد تكون معقدة.

4. خلاصة

1. كما أوضحنا إن هناك قناعة كافية بأن الأزمة المالية قد تفجرت في سوق الرهن العقاري بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات طويلة في شؤون البنوك الخاصة لتسهيل عملية الإقراض للمقترضين ذوي الدخول القليلة بمبالغ كبيرة تفوق قدرتهم على التسديد، وليس كما يعتقد البعض بان عدم التدخل بشكل عام (Deregulations) كان السبب في تسيب القطاع الخاص. وقد ساعدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه كثير من الأموال إلى سوق العقار مما ولد فقاعة كبيرة.
2. وقد تطور سوق الرهن العقاري إلى درجة كبيرة، حيث ارتبط بأسواق لمشتقات مالية (Derivatives) مورقة (Securitized) . وقد أدى نزول الأسعار إلى انفجار الفقاعة مما أدى إلى انهيار أسعار العقار وانهارت معه قدرة المقترضين من الأفراد والشركات على سداد ديونهم. بالإضافة إلى كل ذلك فإنه لا بد وإن كانت هناك تطاولات على القانون، غش، عدم مواءمة حوافز كثير من اللاعبين، فساد شركات التقييم، وحتى ربما عدم استيعاب كثير من اللاعبين لما يجري في السوق. .الخ.
3. ليس هناك أي خطأ من الناحية النظرية في عملية التوريق لأننا نعلم من أساسيات المالية العامة إن "التنوع" (Diversification) يقلل المخاطر والتوريق ما هي إلا عملية تجميع وإعادة تسعير عدد من الأصول المختلفة ؟ ماذا جري؟ يبدو أن زيادة عدد الأصول وتعقد ارتباطها في هذه المشتقات أدى إلى استحالة تسعيرها .

4. يبدو واضحا الآن أيضا أن تجميع أصول عديدة في مشتقة واحدة يعقد عملية فهم ما يجري في كل سوق من أسواق الأصول المكونة للمشتقة على حدة. ويبدو أن مبدأ "التنوع" انقلب علينا انقلاباً مروعاً.

5. ولكن ببساطة إن التوقف عن سداد الديون وانخفاض الإيداع أدى إلى التوقف عن الإقراض وهذا كله ببساطة يعني شحّة في كمية النقد المتداول وهذه هي ألازمة الأساسية.

6. ترتبط كمية النقد إيجابياً بالناتج القومي الإجمالي والاستهلاك والاستثمار وكل الجانب الحقيقي من الاقتصاد في المدى القصير وبالأسعار والتضخم النقدي أو الانكماش النقدي في المدى الطويل.

7. انتقلت الأزمة إلى تعطل في نظام الائتمان الأمريكي ثم إلى سائر قطاعات الاقتصاد كونها جميعا مرتبطة عن طريق القطاع التمويلي.

8. ثم امتدت إلى بقية اقتصاديات العالم المرتبطة مباشرة بهذه الأسواق والمنتجات الائتمانية الأمريكية، خذ على سبيل المثال استثمارات نرويجية لتقاعد العمال النرويجيين مستثمرة في أوراق وأسواق مالية أمريكية.

9. لم تبق المشكلة المالية محصورة بالنظام التمويلي، وإنما تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع انهارت معه بعض الشركات الكبيرة، مثل شركات السيارات، بسبب مصاعب مالية تفاقمت مع عدم قدرة الناس على الشراء فانتشرت البطالة.

10. قامت الحكومة الأمريكية والبريطانية ودول أخرى حال إدراكها طبيعة الأزمة بإجراءات سريعة لضخ كميات كبيرة من النقد، ولكن الطرق اختلفت من دولة إلى أخرى. إن نجاح حل الأزمة يتعلق مباشرة بالسياسات الاقتصادية، فمثلا، في عام 1929 كانت السياسة النقدية الانكماشية بعد حدوث الأزمة سبباً للركود الكبير.

11. إن أنظمة الائتمان مبنية على مجموعة من الفرضيات المهمة أهمها الثقة بين المقرض والمقترض، وعندما يفقد المقرض ثقته بإمكانية المقترض على سداد ديونه يتوقف الإقراض، وكذلك عندما يشعر المقترض أن المقرض غير موثوق فيه، فإنه يمتنع عن التعامل معه. إن نضوب النقد ناجم ربما عن انعدام ثقة الناس بالنظام.

12. ويبدو لي أن الناس تحتاج إلى توعية مالية بالإضافة إلى السياسات الاقتصادية. وإلا كيف يمكن لشخص أن يعيش على الدين في نظام رأسمالي معرض لهزات تسبب ركوداً اقتصادياً وبطالة...الخ؟

13. إن التدخل الحكومي في شأن البنوك الخاصة في مسائل الإقراض سياسة غير صحيحة.

14. بما أن الأزمة المالية الحالية هي شحه نقدية وائتمانية، فإن دور الحكومة هو توفير النقد أو السيولة الكافية بأي طريقة ممكنة عن طريق السياسة النقدية. في حالة أنظمة سعر الصرف الثابت كما في المنطقة العربية، يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة، ولكن لا بأس من شراء العملة الصعبة أي امتصاصها من السوق المحلية بالإضافة إلى تخفيض سعر الفائدة. وإن وجدت أوراق مالية وسندات حكومية في التداول فيجب شراؤها أيضا .

15. إذا لم يكن ذلك كافياً، فإنه يمكن للحكومة إيداع رؤوس أموال كبيرة مباشرة في البنوك أو منح البنوك قروض كبيرة.

16. أصبح واضحا ألان إن الولايات المتحدة استخدمت سياسة مالية أيضا . بعض الاقتصاديين يؤيدون ذلك، على سبيل المثال (Martin Feldstein) والفريق الاقتصادي لرئيس الولايات المتحدة ولكنني أرى مشكلة كبيرة في ذلك. لأن السياسة المالية سوف تخلق مشاكل كثيرة، أهمها أننا لا يمكن أن نعلم إذا ما كانت توسعية أم لا للأسباب التالية (1) ستؤدي إلى رفع سعر الفائدة في وقت لا يفترض أن يحدث فيه تأثير سلبي على الاستثمارات الخاصة، (2) ستزداد الضرائب المتوقعة في المستقبل في الدول التي فيها نظام ضريبي، مما يسبب انخفاضاً في عدد ساعات العمل والإنتاجية. (3) لا يمكن ضمان التوقيت المناسب الذي سيؤثر فيه السياسة المالية. (4) أنها تعني زيادة المديونية على الأجيال القادمة وتحميلها مسؤولية حل مشكلة يعتبر الجيل الحالي مسئولا عنها . وأخيرا (5) فإن السياسة المالية ستزيد من مستوى الأسعار إضافة إلى تأثير السياسة النقدية.

17. في الواقع يصعب على الحكومة اتخاذ سياسة مالية توسعية وسياسة نقدية توسعية في نفس الوقت من دون تغيير سعر الفائدة! فالمطلوب في الحقيقة هو خفض سعر الفائدة، وهذا غير ممكن مع زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب. ولكن السؤال الحرج هو: ماذا يحدث عندما يصل سعر الفائدة صفر والاقتصاد لا يزال متعثر؟

18. هناك عدد كبير جدا من سياسات نقدية ومالية وأخرى تتعلق بسوق الرهن العقاري وضوابط وأطر قانونية يمكن اللجوء إليها لضمان فعالية سوق الائتمان. هذا هو الوقت المناسب لاتخاذ سياسات جديدة وتغيير نمط التفكير. ربما تحتاج المشكلة إلى حلول أبعد من السياسات النقدية والمالية. هناك سؤال أخر: ماذا لو تم ضخ كل النقد الممكن ولكن المدراء غير قادرين على إدارة النظام التمويلي؟ هل المشكلة إدارية؟ إذا كانت إدارية فلا ادري كيف يمكن حلها بإتباع سياسيات نقدية ومالية!

19. إن من الخطأ السعي لإنقاذ المؤسسات المريضة سواء كانت بنوكاً أم مؤسسات أخرى، والأفضل تركها لتخرج من السوق كونها ذات كفاءة متدنية. عندما تتقين الشركات والبنوك أن الحكومة ستسعفها وتعوض خسائرها فإنها ستأخذ كثيرا من المخاطر لكي تحقق أرباحاً اكبر وبذلك فأن سياسات الإنقاذ ستزيد من الأزمات في المستقبل وليس العكس.

20. يفضل تعويض المودعين وليس المضاربين.

21. نفس الشيء بالنسبة للشركات المريضة، فإنه يجب تركها تخرج من السوق. ويمكن تعويض العمال العاطلين عن العمل بسبب إفلاس شركاتهم عن طريق فوائد تدفع للعاطلين عن العمل ولفترة طويلة (Unemployment Benefits) لمدة سنة مثلاً بدلاً من 6 أسابيع!، ويجري خلالها إعادة تأهيلهم ومساعدتهم إيجاد وظائف في قطاعات أخرى بالرغم من انه ليس لدينا دليل قاطع على إن برامج إعادة التأهيل ناجحة.

22. لتمويل حملات الإنقاذ لا مفر للحكومة الأمريكية والحكومات الأخرى في الدول المتأثرة بالأزمة المالية من الاقتراض من الخارج عن طريق بيع سندات حكومية إلى الدول التي لديها فوائض في الميزانيات الجارية. وهذه الدول هي الصين التي لديها بحدود 2 تريليون دولار أمريكي وكذلك دول الخليج العربية واليابان.

23. يحبذ أن يقوم المستثمرين في الولايات المتحدة بإعادة النظر – إن أمكن – في استثماراتهم.

24. الأخذ في الحسبان أن النمو الاقتصادي العالمي وربما الأمريكي بالذات سيحتاج ما لا يقل عن سنتين أو ثلاث سنوات للعودة لخط الاتجاه العام، لذا فان تأثير هذه الأزمة سوف يبقى معنا لفترة من الزمن. علينا أن نتذكر إن أزمة اليابان في التسعينات دامت عشرة سنوات على الأقل.

25. يجب على الناس أن تفهم أن الأزمات والانكماش والازدهار كلها من طبيعة الاقتصاد الرأسمالي كانت ولا زالت وستبقى. كل ما يمكن فعله هو تفهم كيفية معالجتها، ويبدو لي أننا لم نوفق حتى الآن. لماذا؟ هذا سؤال صعب. ولكنني أعتقد أن النظرية الاقتصادية لوحدها غير كافية لفهمها. ربما نحتاج إلى نظرية أوسع، ربما نظرية اجتماعية عامة بدلا من نظرية اقتصادية عامة General Social Theory Rather than General Economic Theory يشارك في صياغتها علماء النفس والاجتماع والسياسة والإدارة إضافة للاقتصاديين. يبدو أن هناك بوادر لبحوث مشتركة بين علماء النفس والاقتصاديين، وربما سيكون ذلك ممكناً في المستقبل.

المراجــع

Bagehot, W., 1873 (1962 Edition), Lombard Street, Homewood, IL. Richard D. Irwin.

Bernanke, B., 2009, The Stamp Lecture, Speech at the London School of Economics.

Bordo, M., 2008, An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper No. 14569.

Collins, S., F. N. De Simone, and D. Hargreaves, 1996, The Current Account Balance: An Analysis of Issues, Reserve Bank of New Zealand Bulletin Paper, Vol 61, No.1, 15-34.

Day, T. and S. Liebowitz, 1998, Mortgae Lending to Minorities: Where's the Bias? Economic Inquiry, 1-27.

Feldstein, M., 2009, The Case for Fiscal Stimulus, Project Syndicate.

Hicks, J., 1969, A Theory of Economic History, Oxford: Claredon Press.

Liebowitz, S., 2008, Anatomy of Train Wreck, Causes of the Mortgage Meltdown, The Independent Institute Policy Report.

Lucas, R. Jr., July 1988, On the Mechanics of Economic Development, Journal of Monetary Economics, 22 (1), 3-42.

McKinnon, R., 1973, Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brooking Institute.

McKinnon, R., 1988, Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America, Occasional Papers No. 6, International Centre for Economic Growth.

McKinnon, R., 1993, The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Second Edition. Baltimore: John Hopkins University Press.

Mian, A. and A. Sufi, (2008), The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis, WP, University of Chicago.

Munnell, A. G. Toorell, L. Brown and J Mcneneaney, 1996, Mortgage lending in Boston: Interpreting HMDA Data, American Economic Review, 25-54.

Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff, 2008, Is the 2007 U.S. Sub Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, Working Paper School of Public Policy at the University of Maryland.

Robinson, J., 1952, The Generalization of the General Theory, in The Rate Of Interest and Other Essays. London: Macmillan, 67-142.

Schumpeter, J. A., 1934, The Theory of Economic Development (translated by Redvers Opie, Cambridge, MA, Harvard University Press.

Taylor, J. B., 2008, The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong, Hoover Institute and Stanford University.

Vives, X., Fads, 2009, Frenzies, and Finance, Project Syndicate.

Previous Publications

No	Author	Title
API/WPS 9701	جميل طاهر	النفط والتّنمية المستديمة في الأقطار العربية : الفرص والتّحديات
API/WPS 9702	**Riad Dahel**	**Project Financing and Risk Analysis**
API/WPS 9801	**Imed Limam**	**A SOCIO-ECONOMIC TAXONOMY OF ARAB COUNTRIES**
API/WPS 9802	محمد عدنان وديع بلقاسم العباس	منظومات المعلومات لأسواق العمل الخليجية
API/WPS 9803	**Adil Abdalla**	**The Impact of Euro-Mediterranean Partnerships on Trade Interests of the OIC Countries**
API/WPS 9804	رياض دهال حسن الحاج	حول طرق الخصخصة
API/WPS 9805	**Ujjayant Chakravorty** **Fereidun Fesharaki** **Shuoying Zhou**	**DOMESTIC DEMAMD FOR PETROLEUM PRODUCTS IN OPEC**
API/WPS 9806	**Imed Limam** **Adil Abdalla**	**Inter-Arab Trade and the Potential Success of AFTA**
API/WPS 9901	**Karima Aly Korayem**	**Priorities of Social Policy Measures and the Interset of Low-Income People; the Egyptian Case**
API/WPS 9902	**Sami Bibi**	**A Welfare Analysis of the Price System Reforms' Effects on Poverty in Tunisia**
API/WPS 9903	**Samy Ben Naceur** **Mohamed Goaied**	**The Value Creation Process in The Tunisia Stock Exchange**
API/WPS 9904	نجاة النيش	تكاليف التّدهور البيئي وشحة الموارد الطبيعية: بين النظرية وقابلية التّطبيق في الدول العربية
API/WPS 9905	**Riad Dahel**	**Volatility in Arab Stock Markets**
API/WPS 9906	**Yousef Al-Ebraheem** **Bassim Shebeb**	**IMPORTED INTERMEDIATE INPUTS: IMPACT ON ECONOMIC GROWTH**
API/WPS 9907	**Magda Kandil**	**Determinants and Implications of Asymmetric Fluctuations: Empirical Evidence and Policy Implications Across MENA Countries**
API/WPS 9908	**M. Nagy Eltony**	**Oil Price Fluctuations and their Impact on the Macroeconomic Variables of Kuwait: A Case Study Using a VAR Model**
API/WPS 9909	علي عبد القادر	إعادة رؤوس الأموال العربية إلى الوطن العربي بين الأماني والواقع
API/WPS 0001	محمد عدنان وديع	التّنمية البشرية ، تنمية الموارد البشرية والإحلال في الدول الخليجية
API/WPS 0002	محمد ناجي التّوني	برامج الأفست : بعض التّجارب العربية
API/WPS 0003	**Riad Dahel**	**On the Predictability of Currency Crises: The Use of Indicators in the Case of Arab Countries**
API/WPS 0004	نسرين بركات عـادل العلـي	مفهوم التنافسية والتّجارب الناجحة في النفاذ إلى الأسواق الدولية

No	Author	Title
API/WPS 0101	Imed Limam	Measuring Technical Efficiency Of Kuwaiti Banks
API/WPS 0102	Ali Abdel Gadir Ali	Internal Sustainability And Economic Growth In The Arab States
API/WPS 0103	Belkacem Laabas	Poverty Dynamics In Algeria
API/WPS 0104	محمد عدنان وديع	حالة الكويت–التعليم وسوق العمل : ضرورات الاصلاح
API/WPS 0105	محمد ناجي التوني	دور وآفاق القطاع السياحي في اقتصادات الأقطار العربية
API/WPS 0106	نجاة النيش	الطاقة والبيئة والتنمية المستديمة : آفاق ومستجدات
API/WPS 0107	Riad Dahel	Telecommunications Privatization in Arab Countries: An Overview
API/WPS 0108	علي عبد القادر	أسس العلاقة بين التعليم وسوق العمل وقياس عوائد الاستثمار البشري
API/WPS 0201	أحمد الكواز	مناهج تقدير المداخيل المختلطة في الأقطار العربية
API/WPS 0202	سليمان شعبان القدسي	الكفاءة التوزيعية لشبكات التكافل الاجتماعي في الاقتصاد العربي
API/WPS 0203	Belkacem Laabas and Imed Limam	Are GCC Countries Ready for Currency Union?
API/WPS 0204	محمد ناجي التوني	سياسات العمل والتنمية البشرية في الأقطار العربية : تحليل للتجربة الكويتية
API/WPS 0205	Mustafa Babiker	Taxation and Labor Supply Decisions: The Implications of Human Capital Accumulation
API/WPS 0206	Ibrahim A. Elbadawi	Reviving Growth in the Arab World
API/WPS 0207	M. Nagy Eltony	The Determinants of Tax Effort in Arab Countries
API/WPS 0208	أحمد الكواز	السياسات الاقتصادية ورأس المال البشري
API/WPS 0209	Mustafa Babiker	The Impact of Environmental Regulations on Exports: A Case Study of Kuwait Chemical and Petrochemical Industry
API/WPS 0301	Samir Makdisi, Zeki Fattah and Imed Limam	Determinants Of Growth In The Mena Countries
API/WPS 0302	طارق نوير	دور الحكومة الداعم للتنافسية "حالة مصر"
API/WPS 0303	M. Nagy Eltony	Quantitative Measures of Financial Sector Reform in the Arab Countries
API/WPS 0304	Ali Abdel Gadir Ali	Can the Sudan Reduce Poverty by Half by the Year 2015?
API/WPS 0305	Ali Abdel Gadir Ali	Conflict Resolution and Wealth Sharing in Sudan: Towards an Allocation Formula
API/WPS 0306	Mustafa Babiker	Environment and Development in Arab Countries: Economic Impacts of Climate Change Policies in the GCC Region
API/WPS 0307	Ali Abdel Gadir Ali	Globalization and Inequality in the Arab Region
API/WPS 0308	علي عبد القادر علي	تقييم سياسات وإستراتيجيات الإقلال من الفقر في عينة من الدول العربية

No	Author	Title
API/WPS 0401	Belkacem Laabas and Imed Limam	Impact of Public Policies on Poverty, Income Distribution and Growth
API/WPS 0402	Ali Abdel Gadir Ali	Poverty in the Arab Region: A Selective Review
API/WPS 0403	Mustafa Babiker	Impacts of Public Policy on Poverty in Arab Countries: Review of the CGE Literature
API/WPS 0404	Ali Abdel Gadir Ali	On Financing Post-Conflict Development in Sudan
API/WPS 0501	Ali Abdel Gadir Ali	On the Challenges of Economic Development in Post-Conflict Sudan
API/WPS 0601	Ali Abdel Gadir Ali	Growth, Poverty and Institutions: Is there a Missing Link?
API/WPS 0602	Ali Abdel Gadir Ali	On Human Capital in Post-Conflict Sudan: Some Exploratory Results
API/WPS 0603	Ahmad Telfah	Optimal Asset Allocation in Stochastic Environment: Evidence on the Horizon and Hedging Effects
API/WPS 0604	Ahmad Telfah	Do Financial Planners Take Financial Crashes In Their Advice: Dynamic Asset Allocation under Thick Tails and Fast volatility Updating
API/WPS 0701	Ali Abdel Gadir Ali	Child Poverty: Concept and Measurement
API/WPS 0702	حاتم مهران	التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي
API/WPS 0801	Weshah Razzak	In the Middle of the Heat The GCC Countries Between Rising Oil Prices and the Sliding Greenback
API/WPS 0802	Rabie Nasser	Could New Growth Cross-Country Empirics Explain the Single Country Growth of Syria During 1965-2004?
API/WPS 0803	Sufian Eltayeb Mohamed	Finance-Growth Nexus in Sudan: Empirical Assessment Based on an Application of the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Model
API/WPS 0804	Weshah Razzak	Self Selection versus Learning-by-Exporting Four Arab Economies
API/WPS 0805	رشا مصطفى	اتفاقية أغادير: نحو بيئة أعمال أفضل
API/WPS 0806	Mohamed Osman Suliman & Mahmoud Sami Nabi	Unemployment and Labor Market Institutions: Theory and Evidence from the GCC
API/WPS 0901	Weshah Razzak & Rabie Nasser	A Nonparametric Approach to Evaluating Inflation-Targeting Regimes
API/WPS 0902	Ali Abdel Gadir Ali	A Note on Economic Insecurity in the Arab Countries